

推奨

買い

ソナデジ CHAU DUC 株式会社 - (HSX: SZC)
突破ポテンシャル

現値:	49,950	レポート作成日:	23/11/2021	株主構成	
前理論価格:	51,000	流行中株数(100万)	100	Sonadezi 総会社	46.84%
新理論価格:	62,700	時価総額(10億ドン)	4,995	SZL	10.8%
配当率:	3%	過去6ヶ月平均売買高:	1,039,030		
上昇率:	26%	外国人投資家保有率	45.4%		

企業分析:

Phạm Thị Minh Châu
Chauptm@bsc.com.vn
(消費・小売り業、工業団地不動産業)

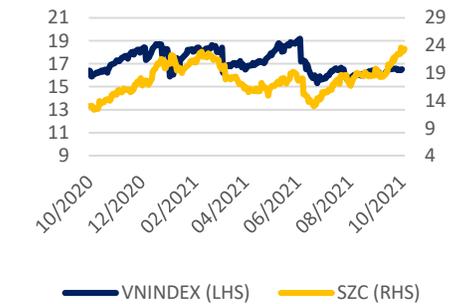
テクニク分析:

Lê Quốc Trung
Trungql@bsc.com.vn

株価の推移



P/E



評価

BSC は SOTP 方法及び WACC 方法に基づく、SZC 株の理論株価を 2021 年 11 月 22 日の終値比 26% 増の 6 万 2,700 VND/株と評価し、SZC の投資評価を「買い」と推奨しております。

業績予測

BSC は 2022 年には SZC の売上高を前年比 63% 増の 1 兆 1,230 億ドン、税引後利益を同 53% 増の 4,800 億ドンを達し、EPSfw を 4,563 VND/株、PEfw を 11x と予測しております。

投資観点

- SZC が港及び国道に近く好立地にある工業団地区の土地面積 1,500 ヘクタール以上を有していることで、(1)外国直接投資(FDI)が新型コロナウイルス感染症後戻ることのおかげで、投資需要が増加する、(2)入居率が 50% 未満で、地域(71%)及び全国の入居率(71%)に比べて低いということから恩恵を受けると期待されている。
- 利益率が引き続き改善されるのは値上がり余地が大きくて、土地価格 14 万 7,400 ドン/平方メートルで土地面積 2,287 ヘクタールうちの 1,783 ヘクタールの補償を完了したことで、原価が低い水準で維持することから由来する。
- Huu Phuoc 都市区(25 ヘクタール)が SZC の 2022 年利益に約 1,200 億ドンを寄付し、2022 年~2026 年期間のにおける CAGR が 20% だと予測される。

リスク

- Huu Phuoc 都市区の販売開始は期待より遅くなる。
- 土地収用の進捗及び販売の進捗が新型コロナウイルス感染症の流行に影響される。

- 建設及び土地収用の費用が期待より高くなる。

企業アップデート

- 2021年9ヶ月には、SZCの売上高及び税引後利益はそれぞれ、前年同期比+56%増の5,660億ドン、同+57%増の2,560億ドンを達した。収入は工業団地区経営事業による収入(前年同期比+80%増)から主に由来し、特にサービス供給及びChau Duc工業団地区土地販売から収入を計上した。しかし、2021年初からノンストップ自動料金収受(ETC)システムを設備する為に、建設・運営・譲渡(BOT)方式事業の収入が前年同期比-100%減で、開拓を一時的に中断している。

	2020	2021E	2022F	Peer		2019	2020	2021	2022
PE (x)	28.3	16.7	10.9	17.9	収入	329	433	706	1,123
PB (x)	4.0	3.3	2.5	3.2	売上高	177	234	440	658
PS (x)	172	152	115	4	税引後利益	134	186	315	480
ROE (%)	15%	21%	24%	21%	EPS	1,341	1,860	3,146	4,803
ROA (%)	4%	6%	7%	6%	EPS 成長率	38%	39%	69%	53%

*賃貸可能面積/工業団地区の総面積

2021年9ヶ月企業アップデート

経営活動

2021年9ヶ月には、SZCの売上高及び税引後利益はそれぞれ、前年同期比+56%増の5,660億ドン、同+57%増の2,560億ドンを達した。SZCの収入は工業団地区経営事業による収入(前年同期比+80%増)から主に由来し、特にサービス供給及びChau Duc工業団地区土地販売(47ヘクタール)から計上した。そのうち、SZCは第2工業都市開発株式会社(D2D)に賃貸価格55USD/平方メートルで土地面積18.8ヘクタールを賃貸した。この賃貸価格が2021年2月に発表した価格に比べて17%割引された。

また、2021年初からノンストップ自動料金収受(ETC)システムを設備する為に、建設・運営・譲渡(BOT)方式事業の収入が前年同期比-100%減で、開拓を一時的に中断している。

2021年9ヶ月の売上総利益率が前年同期比+600ppt増となった。BSCの評価によると、この増加は工業団地区におけるサービス及び土地販売価格が前年同期比+59%増となったことと共に、土地面積の投資コストが低い水準で維持し、とりわけ補償費用が14万7,000ドン/平方メートルだったということから由来した。

2021年9ヶ月の販管費用が8.7%で、前年同期の6.4%から増加したのは経營業績に応じた給料費用及び新型コロナウイルス感染症の流行により発生費用から由来した。

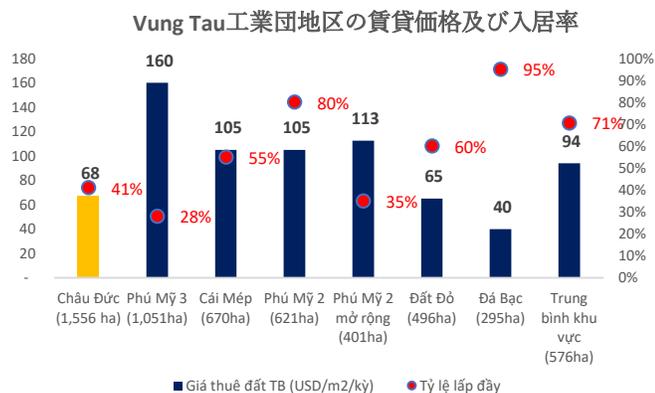
収入構成	2021年 第3四 半期	2020年第 3四半期	%	2021年 9ヶ月	2020年 9ヶ月	%
工業団地区経営事業	159	69	130%	562	312	80%
GPM	63.8%	64%		63.9%	57.9%	6%
BOT 経営事業	-	17	-100%	-	48	-100%
GPM		50%			54%	

	2021年 第3四 半期	2020年第 3四半期	%	2021年 9ヶ月	2020年 9ヶ月	%
売上高	163	89	84%	566	362	56%
売上総利益率	99	51	94%	356	205	74%
GPM	61%	58%		63.0%	57%	6%
販売費用	(6)	(0)	6493%	(10)	(5)	122%
一般管理費用	(13)	(8)	48%	(39)	(21)	89%
販管費用／売上高	11.6%	9.7%		8.7%	6.9%	
EBIT	80	43	88%	307	180	71%
EBIT 率	49%	48%		54%	50%	
財務事業による収入	5	4	16%	9	16	-47%
財務費用	(2)	(2)		(5)	(6)	-18%
他の純収入	0	-	0%	4	2	176%
税引前利益	84	45	86%	315	192	64%
税引後利益	67	37	79%	256	162	57%
EBIT 率	41%	42%		45%	45%	
EPS	665	371		2,555	1,622	

ソース: BSC Research

投資活動:

2021年9ヶ月には、投資金額は前年同期比+58%増の8,910億ドンを達し、主に工業団地区及びChau Duc 都市区の土地収用補償費用から由来した。しかし、新型コロナウイルス感染症の流行が複雑になったことにより、この投資金は2021年第3四半期に実行進捗が遅ったことで、2021年の基本的な投資及び土地収用補償費用計画の21.7%を達成した。BSCは2021年に補償進捗が遅くなったことにより、土地収用補償費用の増加が案件の投資コストを増加させると注意しております。



SZC の案件	土地面積 (ヘクタール)
Chau Duc 工業団地区	1556.1
工業団地区の賃貸用土地面積	1108.9
倉庫及び内陸コンテナデポ用土地面積	36.3
インフラ及び他の案件	411
Chau Duc 都市区	579
Sonadezi Huu Phuoc	40.5
残り都市区土地面積	538.5
ゴルフ場	152
トーナメントゴルフ場	74.4
リゾートゴルフ場	77.6
合計	2287.1

ソース: Ba Ria-Vung Tau 省工業団地区管理部、SZC

2021年第4四半期業績予測

2021年第4四半期には、BSCはSZCの売上高及び税引後利益がそれぞれ、前年同期比+98%増の1,400億ドン、同+149%増の590億ドンを達すると期待しております。好調な利益はChau Duc工業団地区におけるサービス供給及び土地面積9ヘクタール販売への期待から由来した。この期待はD2Dが2021年第3四半期に1,130億ドンを前払ったことの以外、他の買い方からの収入が3,219億ドン以上を計上するポテンシャルがあることを基づく。

また、BSCはHuu Phuoc都市区が2021年には収入をまだ計上しないと予測しております。原因はBa Ria - Vung Tau省人民委員会の承認進捗が予測より遅くなるためだ。

2021年～2022年期間見通し: 高い水準から引続き成長する。

単位: 10 億ドン	2019E	2020F	2021F	2022F	2023F
工業団地区及び関連サービス事業による収入	329	433	706	933	1,316
%YoY		31%	63%	32%	41%
BOT 事業による収入	66.4	66.4	-	67	68
%YoY		0%	-100%		1%
Huu Phuoc 不動産事業による収入	-	-	-	124	309
%YoY					150%
売上高	329	433	706	1,123	1,693
% YoY	14%	31%	63%	59%	51%
売上原価	152	199	266	466	704
売上総利益	177	234	440	658	989
販売費用	7	4	16	25	37
一般的な管理費用	31	31	50	77	116
EBIT	139	199	374	556	836
財務事業による収入	27	22	14	24	31
財務費用	10	8	8	7	7
関連会社関連収益/損失	-	-	-	-	-
税引前利益	156	220	387	580	867
法人税	22	34	73	99	156
税引後利益	134	186	315	480	710
% YoY	38%	39%	69%	53%	48%
EPS(VND/株)	1,274	1,767	2,989	4,563	6,748
売上総利益率	53.88%	53.98%	62.30%	58.55%	58.44%
純利益率	40.72%	42.96%	44.59%	42.75%	41.96%
ROE	11.22%	14.71%	21.10%	24.36%	26.49%

ソース: BSC Research

BSC は 2021 年には SZC の売上高を前年比 63%増の 7,060 億ドン、税引後利益を同 69%増の 3,150 億ドンを達し、EPS_{fw} を 2,989VND/株、PE_{fw} を 16.7x と予測しております。この予測は(1) Chau Duc 工業団地区におけるサービス供給及び土地販売価格が 8~10%増となることで、利益率が前年比+8.3ppt増加する、(2)Huu Phuoc 都市区が 2021 年に収入を計上しない、(3)ETC システム設備の為に、BOT 事業も 2021 年に収入を計上しないという仮定を基づく。また、BSC は新型コロナウイルス感染症の流行が我々の期待に大きく影響するリスクだと評価しております。

BSC は 2021 年第 3 四半期業績をアップデートして、2021 年第 4 四半期業績の見通しを修正した後、いくつかの変更点がある。それは(1)工業団地区事業による 2021 年収入の 20%を上方修正する、(2)

Huu Phuoc 都市区が SZC の収入に 700 億ドンを寄付すると期待されたが、2021 年に収入をまだ計上しない、(3)2021 年の売上総利益率の 3%を前予測に比べて上方修正するという事です。

2022 年業績見通し: BSC は下記の仮定を基づく、2022 年には SZC の売上高を前年比 63%増の 1 兆 1,230 億ドン、税引後利益を同 53%増の 4,800 億ドンを達し、EPSfw を 4,563VND/株、PEfw を 10.9x と予測しております。

(1)工業団地区のサービス供給及び土地販売事業による収入が前年比+10%増となるのは開拓可能工業団地区の入居率が 71%以上で維持し、ホーチミン市の衛星都市に移転する需要が増加し、外国直接投資(FDI)が新型コロナウイルス感染症の後に引続き実行されることから由来する。

(2)ETC システムを完成したら、BOT 事業が再開する。

(3)Huu Phuoc 都市区案件が人民委員会に経営活動を許可される。BSC は 2021 年 10 月に社内者及び関連者と協力契約書を基づく、Huu Phuoc 都市区が SZC の総収入に 1,200 億ドンを寄付すると期待しております。

評価

BSC は SOTP 方法及び WACC 方法を基づく、SZC の 2022 年理論株価を 2021 年 11 月 22 日の終値比 26%増の 6 万 2,700VND/株と評価し、SZC の投資評価を「買い」と推奨しております。

BSC は下記の要素を基づく、SZC の 2022 年理論株価を 2021 年第 2 四半期の目標価格 5 万 1,000VND/株に比べて 23%に上方修正しております。

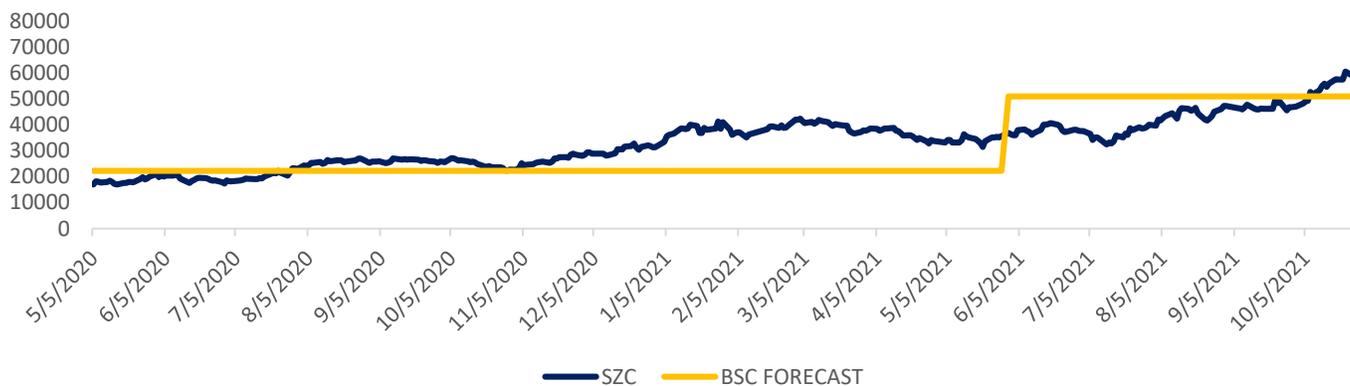
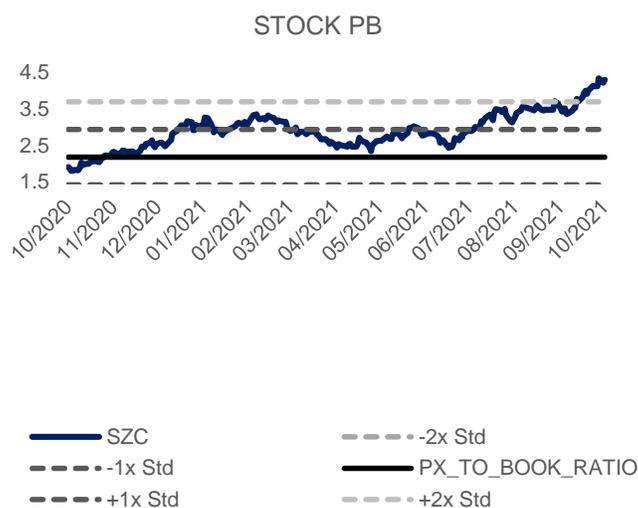
(1)長期的に工業団地区の平均土地販売価格を 3%から 5%に上げる予測で、Chau Duc 工業団地区からの収入が改善される。この予測は(1.1)経済活動が予測より再開した、(1.2)新規案件投資及び展開の進捗が新型コロナウイルス感染症の流行により遅くなったことで、地域及び全国における工業団地区の入居率が短・中期に 71%以上で維持すると予測されるということから由来した。

(2)BSC はゴルフ場サービス事業を企業評価に追加すると共に、2022 年から Ba Ria - Vung Tau 省で土地の値上がりへの期待で、残りの都市区土地面積(500 ヘクタール)の価格の 8%を上方修正した。

単位:10 億ドン	方法	NAV 価値	保有率	>SZC
Chau Duc 工業団地区	DCF	5,650	100%	5,650
Huu Phuoc 都市区	DCF	579	100%	579
ゴルフ場サービス	DCF	395	100%	395
BOT 事業	DCF	291	100%	291
残りの投資土地面積	BV	1,902	100%	1,902
(+) 現金		169		169
(-) 負債		2,397		2,397
NAV の総価値				6,590
合理的な割引				5%

流行中株数		100,000,000
合理的な価格		62,700
株価	22/11/2021	49,950
Upside		26%

ソース: BSC Research



付録

業績(10億ドン)	2019	2020F	2021F	2022F
売上高	329	433	706	1,123
売上原価	152	199	266	466
売上総利益	177	234	440	658
販売費用	(7)	(4)	(16)	(25)
企業管理費用	(31)	(31)	(50)	(77)
営業利益/損失	139	199	374	556
金融活動収益	27	22	14	24
金融活動費用	(10)	(8)	(8)	(7)
借入費用	(10)	(8)	(8)	(7)
合併・関連会社関連収益	-	-	-	-
他の収益	0	7	7	7
税引前利益	156	220	387	580
法人税額	(22)	(34)	(73)	(99)
税引後利益	134	186	315	480
少数株主持分	-	-	-	-
少数株主税引後利益	134	186	315	480
EBITDA	249	348	531	734
希薄化 EPS	1,341	1,860	3,146	4,803

バランスシート(10億ドン)	2019	2020F	2021F	2022F
現金及び現金相当	292	89	192	341
短期投資	80	130	130	130
短期未収金	144	46	77	123
棚卸資産	1	3	2	2
その他流動資産	3	18	30	48
流動資産	560	237	432	644
有形資産	316	308	308	1,029
原価償却	110	149	156	178
建設中非流動資産	2,106	3,768	4,720	4,720
長期投資	45	43	43	43
他の非流動資産	14	9	15	24
非流動資産	2,530	4,181	5,140	5,869
総資産	3,090	4,418	5,571	6,514
買掛金	-	-	-	-
短期借入	111	187	309	202
他の短期借入	276	650	665	1,164
短期借入総額	446	1,043	1,193	1,700
長期借入	854	1,468	2,088	2,043
他の長期借入	594	643	643	643
長期借入	1,448	2,110	2,731	2,686
出資金	1,894	3,154	3,924	4,386
株式会社化による資本剰余金	1,000	1,000	1,000	1,000
未処分利益	5	5	5	5
他の短期借入	150	214	441	914
他の株主資本	40	44	44	52
少数株主持分	-	-	-	-
株主資本総額	1,196	1,264	1,491	1,971
総資本	2,581	3,090	4,418	5,415
流通中株数(100万株)	100	100	100	100

キャッシュフロー会計(10億ドン)	2019	2020F	2021F	2022F
税引後利益	134	186	315	480
原価償却及び割当て	110	149	156	178
流動資本変更	-	-	(20)	541
他の調整	(329)	299	-	-
営業活動からキャッシュフロー	572	611	451	1,200
固定資産購入額	(468)	(1,477)	(953)	(899)
他の投資額	64	61	(50)	-
投資活動からキャッシュフロー	(474)	(1,416)	(1,003)	(899)
配当金	(84)	(88)	(88)	-
借入から金額	42	690	742	(152)
他の未収金	-	-	-	-
金融活動からキャッシュフロー	(42)	602	654	(152)
初期キャッシュフロー	236	292	89	192
中期キャッシュフロー	56	(203)	103	149
最後期キャッシュフロー	292	89	192	341

指数(%)	2019	2020F	2021F	2021F
支払能力				
流動比率	1.3	0.2	0.4	0.4
当座比率	0.7	0.1	0.2	0.2

資本構成	2019	2020F	2021F	2021F
負債比率/総資産	31%	37%	43%	34%
負債比率/株主資本	81%	131%	161%	114%

稼働能力	2019	2020F	2021F	2021F
棚卸資産回転期間	118	80	32	33
売掛金回収期間	3	4	3	2
買掛金回収期間	140	374	293	217
現金回転率	-19	-290	-257	-183

利益性	2019	2020F	2021F	2021F
売上総利益率	53.9%	54.0%	62.3%	58.5%
税引後利益率	40.7%	43.0%	44.6%	42.8%
ROE	11.2%	14.7%	21.1%	24.4%
ROA	4.3%	4.2%	5.6%	7.4%

評価	2019	2020F	2021F	2021F
PE	39.2	28.3	16.7	10.9
PB	4.2	4.0	3.3	2.5

成長率(前年同期比)	2019	2020F	2021F	2021F
売上高	13.5%	31.4%	63.0%	59.2%
EBIT	25.5%	43.4%	87.7%	48.5%
税引前利益	38.9%	40.6%	76.1%	49.8%
EPS	37.8%	38.7%	69.1%	52.7%

テクニク分析

目標値 : 60,000VND

損切り値 : 48,800VND

テクニクハイライト:

- ・現在傾向: 上昇傾向
- ・MACD 指標: シグナル線から下がっている。
- ・RSI 指標: 中立ゾーン、回復。

SZC は株価の 60.0 から下落した後、累積している傾向にある。しかし、売買高は株式の値上がりと共に 20 日の平均水準にある。RSI 指標が回復傾向を見せているが、MACD 指標が下落傾向にある。株価線が MA50 に迫っているのは SZC が次の 1~2 日に累積する可能性があると示した。

推奨: 中期投資家は株価の 53.4 で買い、株価の 73 で利益確定売ることを検討することができます。損切り値は株価の 48.8 の下である。



ソース: BSC, PTKT iTrade

利用規約

本レポートはベトナム投資開発銀行証券株式会社(BSC)の作成によるレポートで、週間内の証券市場状況及びマクロ経済に関する分析、一般情報を提供するものです。本レポートはいかなる法人または個人の要求により作成されたレポートではありません。投資家は参考資料として本レポートの分析、評価、一般情報をご利用下さい。本レポートの情報、評価、予告などは信頼的なデータ源に基づいたものです。しかし、当社は掲載される情報の正確性に対していかなる保証もなされるものではありません。情報の使用に関して、またはその使用の結果に関して、その他の事項に関して、いかなる保証も負担いたしません。本レポートに掲載される評価や観点は現時点の考慮に基づいたものです。しかし、評価や観点は予告なしに変更されることがありますので、あらかじめご了承ください。本レポートの著作権者はベトナム投資開発銀行証券株式会社であるので、当社の書面による事前の許可なく、いかなる形式またはいかなる手段によっても、複製、再出版は著作権法、プライバシーに関する法律に違反することになります。当社の書面による事前の許可なく、いかなる形式またはいかなる手段によっても、複製、再出版または転送することを禁じます。

BSC 本社

Tầng 10&11 Tháp BIDV
35 Hàng Vôi, Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel: +84439352722
Fax: +84422200669

BSC ホーチミン支店

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp.Hồ Chí Minh
Tel: +84838218885
Fax: +84838218510

<https://www.bsc.com.vn>

<https://www.facebook.com/BIDVSecurities>

Bloomberg: RESP BSCV <GO>

